

研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:苑西恒
SAC 登记编号:S1340124020005
Email:yuanxiheng@cnpsec.com

近期研究报告

《“反内卷”驱动量价再平衡，关注价格修复的可持续性》 - 2025.08.04

宏观研究

信贷数据月间波动不影响全年平稳

● 核心观点

7月实体经济融资需求回落，存在季节性因素、短期政策扰动以及极端天气影响等，但拉长时间来看，年内实体经济融资需求保持相对平稳，在面临美国关税政策冲击、经济增长动能转换等问题下，年内实体经济融资需求仍保持平稳，实属不易，显示实体经济保持平稳发展。从结构上来看，居民融资需求走弱，与6月居民信贷需求高增透支7月信贷需求、居民信贷偏好仍趋谨慎以及房屋销售放缓等有关；居民存款搬家逐步兑现，但低基数效应下，企业存款同比多增，支撑M1增速回升，M1与M2负剪刀差持续收窄，应显示经济活跃度提升。

向后看，极端天气影响、供给端扰动等短期影响因素消退，短期影响实体经济融资需求的变量重点关注国内“反内卷”政策持续推进情况、个人消费贷款贴息方案的影响，整体来看，实体经济融资需求或保持稳定，信贷需求和企业债券融资或成为并重方式，政府债券仍是社融的重要支撑，金融数据或趋于改善。一方面，7月PPI同比增速-3.6%，持平前值，或显示“反内卷”政策限产提价的效应尚未明显兑现。若政策持续推进，限产提价效果兑现，短期或对生产端产生一定负向影响，进而影响实体经济融资需求；另一方面，财政部、央行和金融监管总局三部门印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》，对符合条件的个人消费贷款给予财政贴息，短期或激发居民信贷需求，并提振消费，若消费修复空间进一步提升，或向生产端传导，增大实体经济融资需求。

● 风险提示：

海外地缘政治冲突加剧；“反内卷”政策力度加大；促消费政策效果不及预期。

目录

1 单月金融数据波动加剧，年内实体融资需求保持相对平稳.....	4
1.1 单月金融数据波动加剧，实体经济融资需求放缓	4
1.2 年内实体经济融资需求相对平稳	4
1.3 从结构上看，居民融资需求仍趋谨慎，票据冲量特点有所加强.....	4
2 M1 与 M2 同比增速负剪刀差持续收窄.....	5
3 单月数据波动无须恐慌，年内融资需求保持相对平稳.....	6
风险提示	7

图表目录

图表 1: 新增社融同比变化 (亿元)	5
图表 2: 新增贷款及部分分项同比增减 (亿元)	5
图表 3: 货币供应 (%)	6
图表 4: M1 与 M2 同比增速负剪刀差收窄 (%)	6

1 单月金融数据波动加剧，年内实体融资需求保持相对平稳

1.1 单月金融数据波动加剧，实体经济融资需求放缓

7月社融口径下的新增人民币贷款-4263亿元，为2003年以来的阶段性低点，新增人民币贷款同比少增3455亿元；企业债券融资2791亿元，同比多增755亿元。社融口径下的新增人民币贷款和企业债券融资合计为-1472亿元，同比少增2700亿元，亦为2003年以来的阶段性低点。以上数据显示，7月实体经济融资需求有所放缓。

我们理解，虽然7月单月数据明显放缓，亦无须恐慌，存在季节性、短期政策扰动影响，单月金融数据波动加剧。一是季节性扰动导致每年7月短期波动加大，如7月是传统的缴税大月，财政存款回笼效应明显，7月财政存款为7700亿元，同比多增1247亿元；二是信贷投放并非匀速进行，容易形成信贷投放的“大小月”。5月央行降准降息落地，同时一季度央行货币执行报告要求“引导银行加大信贷投放力度”有关，6月实体经济融资需求回升，或存在供给端调控影响，步入7月供给端影响逐步消退，供给端主动增加信贷投放动力减弱；三是“反内卷”政策较为明显升温，光伏行业、煤炭行业等行业纷纷推进限产提价，亦或制约了信贷需求；四是7月高温、暴雨等极端天气影响，生产或有所放缓，制约了信贷需求。

1.2 年内实体经济融资需求相对平稳

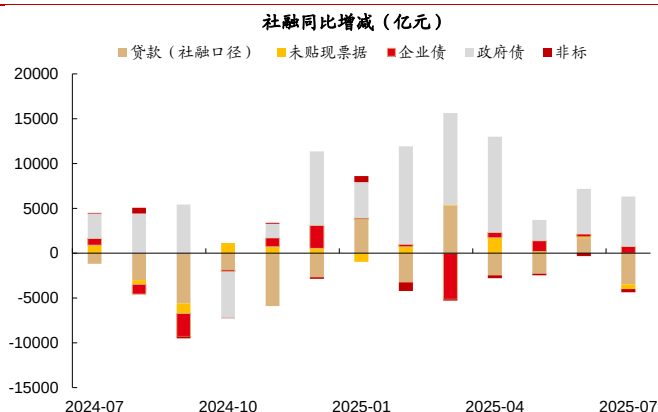
从1-7月实体经济融资需求来看，社融口径下新增人民币贷款为12.31万亿元，同比仅少增694亿元，相对保持平稳。我们理解，在面临美国关税政策冲击、经济增长动能转换等问题下，年内实体经济融资需求仍保持平稳，实属不易，显示实体经济保持平稳发展。

1.3 从结构上看，居民融资需求仍趋谨慎，票据冲量特点有所加强

从结构上看，居民融资需求走弱，与6月居民信贷需求高增透支7月信贷需求、居民信贷偏好仍趋谨慎以及房屋销售放缓等有关。7月居民新增贷款为-4893亿元，同比少增2793亿元。其中，新增居民短贷-4893亿元，同比少增

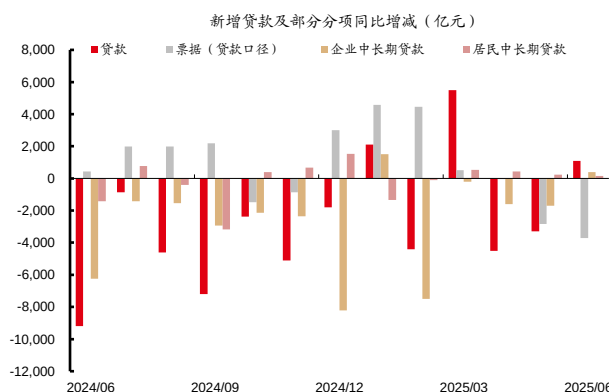
1671 亿元。我们理解，居民短贷少增，一方面是 6 月居民短贷增长或透支了 7 月居民信贷需求；另一方面，居民预算约束仍强，“618”大促过后，居民消费或有所收敛，亦降低了居民短贷的需求。新增居民中长期贷款-1100 亿元，同比少增 1200 亿元，这与房屋销售回暖有关，中指研究院数据显示，1-7 月百强房企销售总额 20730.1 亿元，同比下降 13.3%，降幅较 1-6 月扩大 1.5 个百分点，与此同时，亦或存在居民提前还贷的现象。**(2) 企业短贷和中长贷需求均有所放缓，票据冲量特点有所加强。**7 月企业部门新增短期贷款和新增中长期贷款为-5500 亿元和-2600 亿元，分别同比变动 0 亿元和-3900 亿元；票据融资为 8711 亿元，同比多增 3125 亿元。

图表1：新增社融同比变化（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：新增贷款及部分分项同比增减（亿元）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

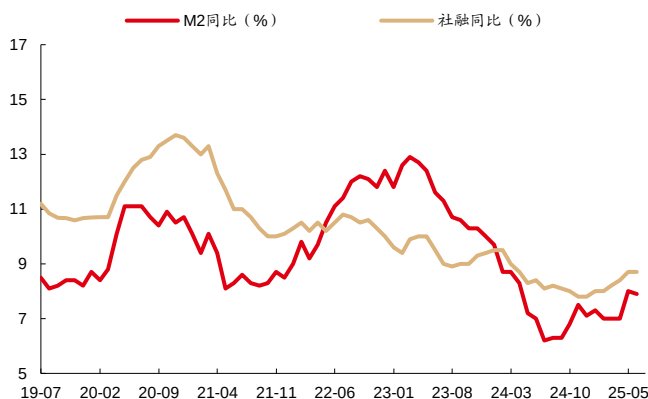
2 M1 与 M2 同比增速负剪刀差持续收窄

7 月 M1 同比增长 5.6%，较前值上升 1pct，延续边际改善态势。我们理解，7 月 M1 增速边际改善存在低基数效应影响，与此同时，从分项看，M0 增速小幅回落、居民存款向理财资金转化或是拖累项，企业活期存款增加应是主要支撑。

(1) M0 同比增长为 11.8%，较前值回落 0.2pct，并不是 M1 同比增速边际改善的主要原因；(2) 7 月，权益市场表现较好，同时银行活期存款利率下调，或存在居民活期存款向理财资金转移现象，居民活期存款减少，或拖累 M1 增速。7 月新增居民存款-1.11 万亿元，同比少增 7800 亿元；(3) 虽然 7 月房地产销售有所放缓，但在低基数下，企业存款仍同比多增，7 月新增企业存款-1.46 万亿元，同比多增 3209 亿元。

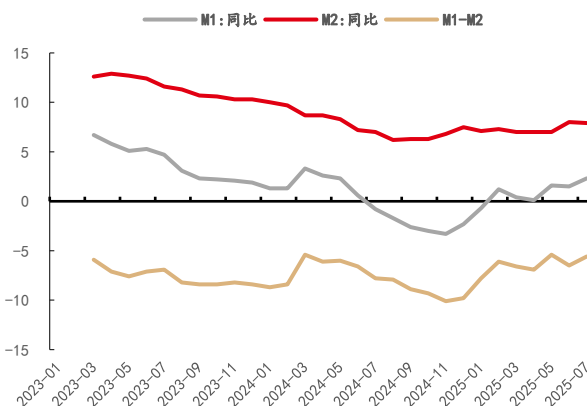
7月M2同比增长8.8%，较前值回升0.5pct，并不存在基数效应影响。在此基础上，M1与M2同比增速剪刀差为-3.2%，较前值回升0.5pct。

图表3：货币供应（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

图表4：M1与M2同比增速剪刀差收窄（%）



资料来源：Wind, 中邮证券研究所

3 单月数据波动无须恐慌，年内融资需求保持相对平稳

7月实体经济融资需求回落，存在季节性因素、短期政策扰动以及极端天气影响等，但拉长时间来看，年内实体经济融资需求保持相对平稳，在面临美国关税政策冲击、经济增长动能转换等问题下，年内实体经济融资需求仍保持平稳，实属不易，显示实体经济保持平稳发展。从结构上来看，居民融资需求走弱，与6月居民信贷需求高增透支7月信贷需求、居民信贷偏好仍趋谨慎以及房屋销售放缓等有关；居民存款搬家逐步兑现，但低基数效应下，企业存款同比多增，支撑M1增速回升，M1与M2负剪刀差持续收窄，应显示经济活跃度提升。

向后看，极端天气影响、供给端扰动等短期影响因素消退，短期影响实体经济融资需求的变量重点关注国内“反内卷”政策持续推进情况、个人消费贷款贴息方案的影响，整体来看，实体经济融资需求或保持稳定，信贷需求和企业债券融资或成为并重方式，政府债券仍是社融的重要支撑，金融数据或趋于改善。一方面，7月PPI同比增速-3.6%，持平前值，或显示“反内卷”政策限产提价的效应尚未明显兑现。若政策持续推进，限产提价效果兑现，短期或对生产端产生一定负向影响，进而影响实体经济融资需求；另一方面，财政部、央行和金融监管总局三部门印发《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》，对符合条件的个人消

费贷款给予财政贴息，短期或激发居民信贷需求，并提振消费，若消费修复空间进一步提升，或向生产端传导，增大实体经济融资需求。

风险提示

海外地缘政治冲突加剧；“反内卷”政策力度加大；促消费政策效果不及预期。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编: 518048